



产业经济周报

出口视角看中国走向通胀的可能

证券分析师

李浩

资格编号: S0120522110002

邮箱: lihao3@tebon.com.cn

研究助理

张威震

邮箱: zhangwz5@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

● 近期观点

- 1、海外半导体周期回暖,美国信息业劳动力薪资有上行动力,服务业通胀易上难下。
- 2、中国加速地产市场化,财政的变化或整体较为平稳。地产周期平滑,或不需要太多政策工具支持,地产回归平衡点后或将为中国全球化提供更好的宏观环境。
- 3、春季躁动或伴随宽信用预期走弱而弱化。春季躁动的弱化或代表本轮需求侧弱勢表现接近尾声。
- 4、行业配置:延续跟踪新能源和地产,短期重点关注传媒(内容出海,电商,教育)和AI(先进封装, hbm, 算力国产替代)。

● 宏观与中观趋势:

- 1、预计人工智能的发展难以扭转美国科技创新周期回落带来的盈利增速放缓。
- 2、美国推动劳动力价格上涨解决社会内部矛盾,这个过程或将加剧全球通胀压力。
- 3、关注美国从长期衰退走向长期滞胀的可能,长期滞胀特征或将加剧美国经济短期波动。
- 4、关注美国收缩格局下中国在海外的发展与人民币国际化。
- 5、中国共同富裕与中低收入人群消费升级具有长期性。
- 6、低回报时代重点关注供给格局带来的长期超额收益。
- 7、中国去杠杆周期重点关注国内深化改革。
- 8、传统行业国有化,国有企业市场化是中国经济效率上升的重要突破方向。
- 9、高端制造的产能投放推动行业景气周期寻底,同时促进行业向头部集中。

● 长期和中期行业选择:

- 1、长期看全球经济可能走向杠杆周期的繁荣,通胀中枢拾级而上。我们建议

关注传统行业中供给格局好的行业。

- 2、中期看半导体周期性见底，长期看好国产替代。
- 3、中国去杠杆周期的后期，可选消费或将具有显著超额增速。
- 4、看好锂电应用创新以及基于中国相对低成本制造形成的全球竞争优势，以及其带来的量价齐升。
- 5、看好中药长期的渗透率上行，看好供应格局好的中药产业链企业。

行业选择

- 1、 先进制程半导体，半导体设备与材料
- 2、 全球化与人民币国际化
- 3、 国有企业市场化改革
- 4、 人工智能和数据要素产业链
- 5、 铜，黄金，锂矿，小金属，钢铁，煤炭，铝
- 6、 航运，造船，工程机械，基建，一带一路产业链
- 7、 抗衰产业链及医疗周期前置
- 8、 锂电应用创新，锂电池，光伏组件，汽车零部件

资料来源：德邦证券研究所

- **风险提示：**美国就业超预期改善；中美关系改善不及预期；美联储降息不及预期

内容目录

1. 周观点:	5
2. 市场复盘: 再度下挫.....	6
2.1. 宽基和因子: 避险特征显著.....	6
2.2. 产业和行业: 科技领跌.....	8
2.3. 外资期指持仓: 外资机构持仓分化.....	9
3. 下周热点: 关注中美通胀情况	10
4. 风险提示.....	10

图表目录

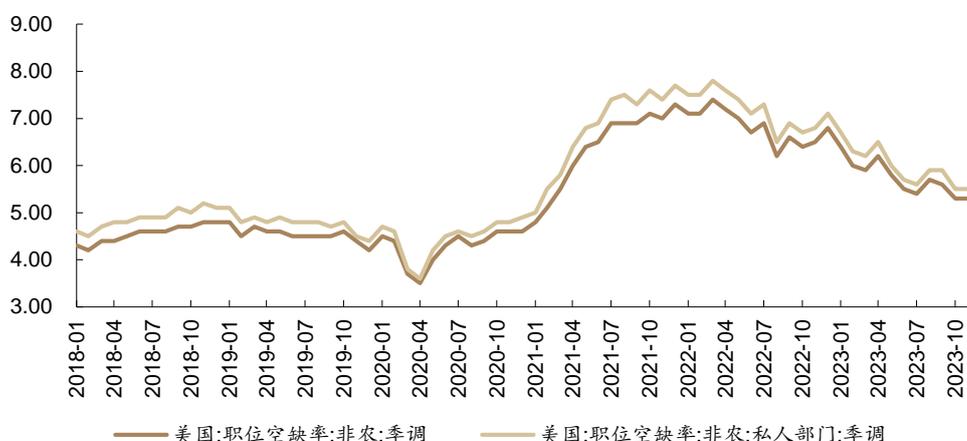
图 1: 11 月美国职位空缺率稳定 (%)	5
图 2: 宽基指数周涨跌幅 (%)	7
图 3: 周度市场因子表现 (%)	8
图 4: 产业周涨跌幅 (%)	8
图 5: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	9
图 6: 重点关注细分行业超额情况 (%)	9
图 7: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	10
表 1: 建筑业、信息业和其他服务业职位空缺明显上升.....	5
表 2: 美国 2023 年 12 月非农就业回暖.....	6
表 3: 股指期货基差走势 (基差单位: 点)	7
表 4: 下周热点	10

1. 周观点：

美国 2023 年 11 月劳动力需求回落趋缓。11 月美国非农职位空缺率为 5.3%，非农私人部门职位空缺率为 5.5%，两项数据均与 10 月齐平；职位空缺总计 879 万人，较 10 月的 885.2 万人有所回落。

从结构上看，**建筑业、信息业和其他服务业职位空缺明显上升。**2023 年 11 月信息业职位空缺 13.9 万人，为近 3 个月峰值，符合我们在 1 月 1 日发布的周观点《海外半导体周期有望支撑美国利率和通胀水平》中的判断，半导体周期回暖带动服务业通胀上行。

图 1：11 月美国职位空缺率稳定（%）



资料来源：wind，德邦研究所

表 1：建筑业、信息业和其他服务业职位空缺明显上升

职位空缺（万人，季调）	2023/11/30	2023/10/31	2023/9/30
总计	879	885.2	935
采矿与伐木业	3.1	2.3	3.5
建筑业	45.9	41.6	42.7
制造业	54.7	56.1	60.1
贸易、交通运输和公用事业	127.6	129.9	133.3
信息	13.9	12.7	13.3
金融活动	42.5	38.7	61.6
专业和商业服务	160.9	164.2	165.8
教育与医疗保健服务	187.1	186.1	190.6
休闲及餐旅服务	114.3	124	135.9
其他服务	31.8	28.9	31.3
政府	97.3	100.8	97

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

美国 2023 年 12 月非农就业情况超预期回暖，降息预期走弱。12 月美国新增非农就业人数 21.61 万人，远超预期的 17.5 万人，其中私人部门新增就业 16.40 万人，较 11 月的 15 万人也有提升；非农私人部门 12 月平均时薪同比增速 4.1%，增速上行 0.08%。从结构上看，服务生产回暖更加显著，零售、金融活动、专业和商业服务、休闲和酒店业新增就业人数上行；从工资水平来看，建筑业、耐用品、运输仓储时薪同比增速较高，其中耐用品和运输仓储业增速上行较多。总体来看，无论是美联储会议纪要还是就业数据都在提醒市场美国经济的韧性和通胀的粘性。

表 2：美国 2023 年 12 月非农就业回暖

分项	新增非农就业人数 (万人)			平均时薪增速	
	2023-12	2023-11	2023-10	同比% 2023-12	同比增速变化%
非农总计	21.60	19.90	15.00		
私人部门	16.40	15.00	9.90	4.10	0.08
商品生产	2.20	2.90	-1.10	5.41	0.01
采矿业	-0.10	-0.20	-0.10	5.92	0.02
建筑业	1.70	0.60	2.70	4.61	-0.39
制造业	0.60	2.60	-3.80	5.66	0.27
耐用品	0.80	3.40	-3.70	6.10	0.76
非耐用品	-0.20	-0.80	-0.10	4.60	-0.62
服务生产	14.20	10.60	5.60	3.80	0.11
批发业	0.55	0.45	0.81	3.51	-0.44
零售业	1.74	-2.44	1.65	3.75	0.90
运输仓储业	-2.26	-0.50	-2.84	5.93	0.38
公用事业	-0.04	0.00	0.18	2.77	-1.87
信息业	1.40	1.50	-1.20	3.56	0.25
金融活动	0.20	0.10	-0.80	5.00	-0.34
专业和商业服务	1.30	-1.90	-2.60	4.45	0.19
教育和保健服务	7.40	10.90	8.40	2.46	-0.04
休闲和酒店业	4.00	1.20	2.50	3.95	-0.47
政府	5.20	3.70	6.10		

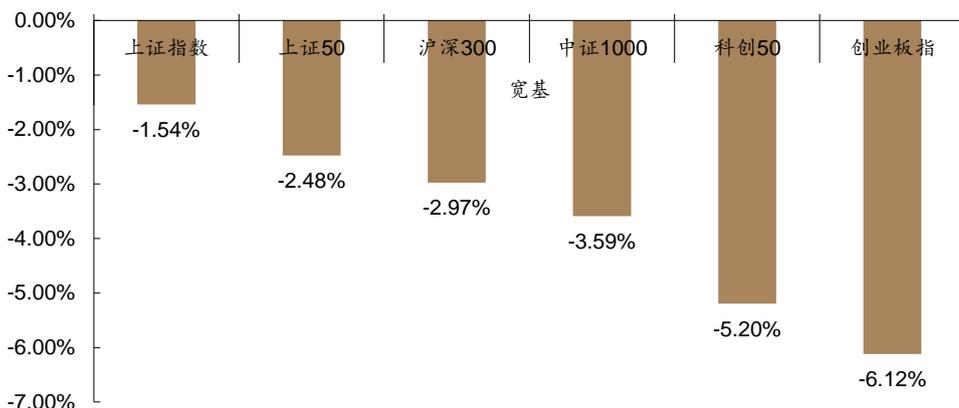
资料来源：wind，德邦研究所

2. 市场复盘：再度下挫

2.1. 宽基和因子：避险特征显著

本周 (1.1-1.5) 市场再度走弱，宽基指数全部收跌，创业板指领跌。上证指数收跌-1.54%，创业板指领跌-6.12%，上证 50 和沪深 300 相对跌幅较小。

图 2：宽基指数周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

股指期货全线收跌，当月期货仅有IM贴水。当月基差IM为负，从基差表现来看，IH和IF不同久期的基差皆为负，特别是下季期货升水较多。

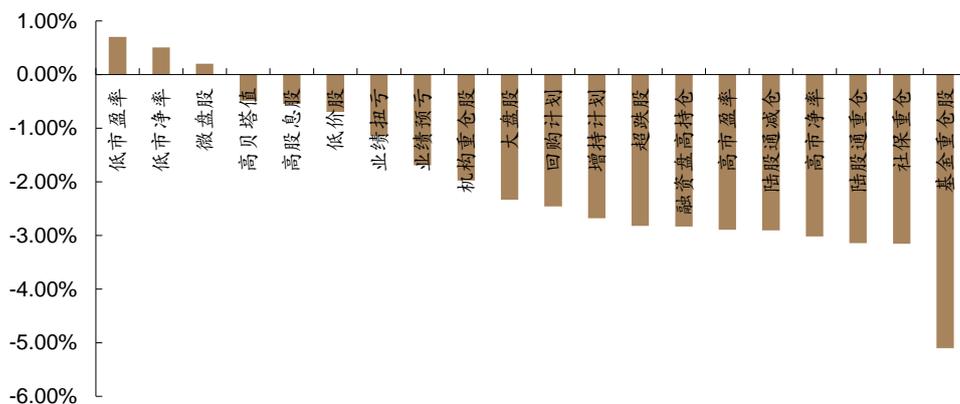
表 3：股指期货基差走势（基差单位：点）

指数	合约	代码	周涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	-2.44	-1.86	
	下月	IH01	-2.51	-5.06	
	下季	IH02	-2.59	-9.46	
	隔季	IH03	-2.66	-8.46	
沪深300	当月	IF00	-3.07	-5.09	
	下月	IF01	-3.17	-7.49	
	下季	IF02	-3.37	-10.09	
	隔季	IF03	-3.51	-2.89	
中证500	当月	IC00	-2.84	-0.33	
	下月	IC01	-2.88	14.47	
	下季	IC02	-3.03	31.27	
	隔季	IC03	-3.15	94.67	
中证1000	当月	IM00	-3.79	11.01	
	下月	IM01	-3.90	40.01	
	下季	IM02	-4.11	69.41	
	隔季	IM03	-4.18	156.81	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，避险特征明显。低市盈率、低市净率和微盘股是为数不多的收涨因子，机构（基金、社保、陆股通）持仓领跌，基金重仓股重挫。

图 3：周度市场因子表现 (%)

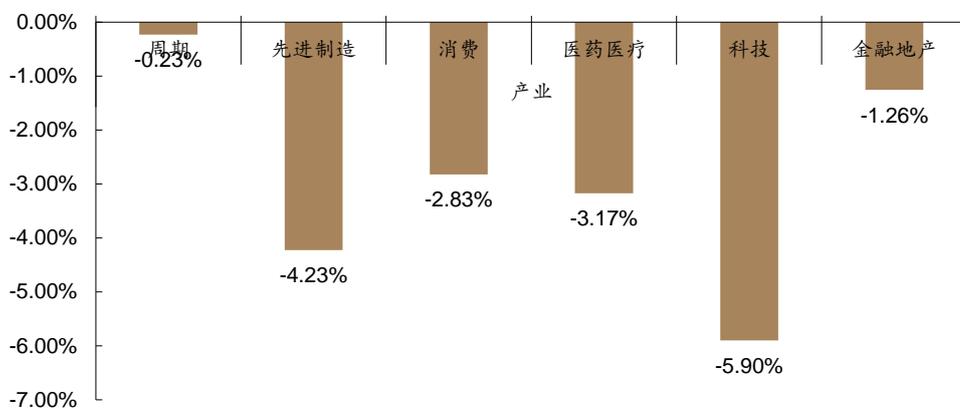


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：科技领跌

从产业层面来看，科技领跌，周期相对抗跌。产业全部收跌，科技 (-5.90%)、先进制造 (-4.23%) 跌幅较多，周期 (-0.23%) 和金融地产 (-1.26%) 跌幅较少。

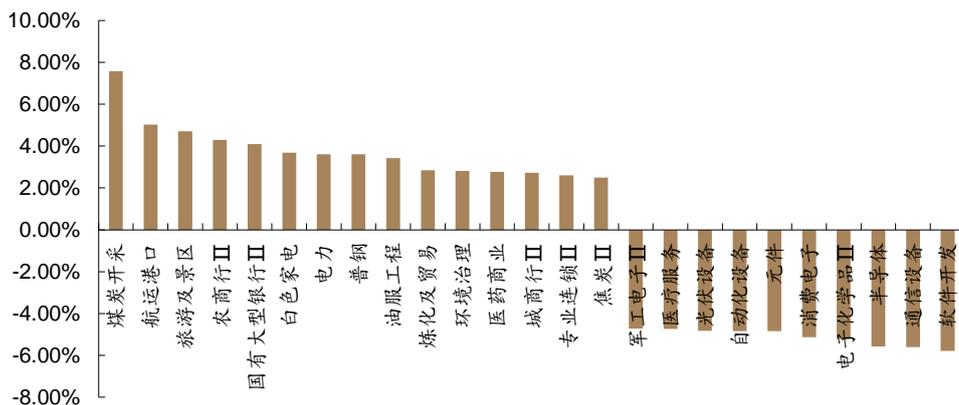
图 4：产业周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

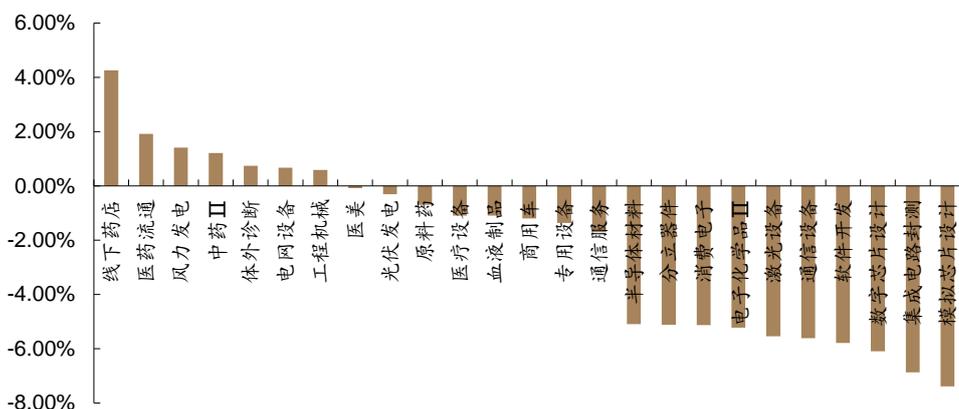
细分行业层面，偏稳定的行业相对收益领先。从超额表现来看：煤炭开采 (+7.58%)、航运港口 (+5.03%)、旅游及景区 (+4.70%) 相对上证指数涨幅领先；软件开发 (-5.79%)、通信设备 (-5.61%)、半导体 (-5.57%) 相对上证指数跌幅居前。

图 5：细分行业周度相对上证指数涨跌幅（%）



资料来源：ifind, 德邦研究所

图 6：重点关注细分行业超额情况（%）

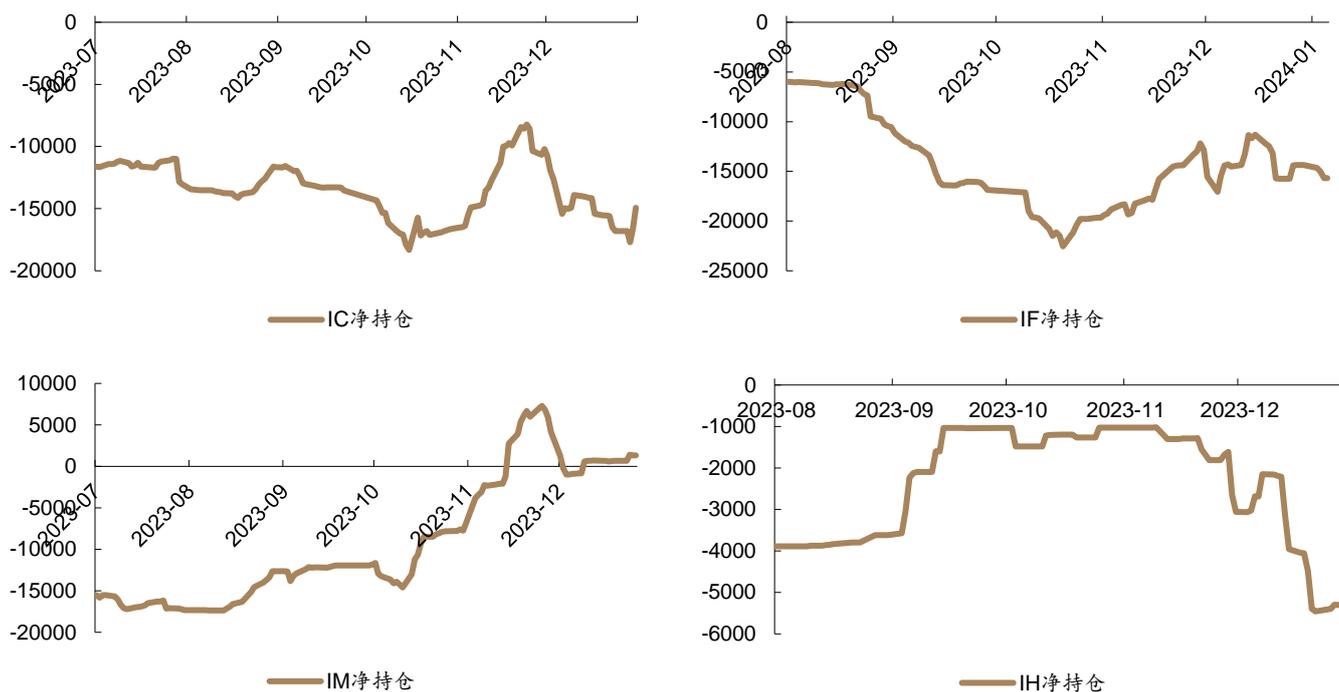


资料来源：ifind, 德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：外资机构持仓分化

本周外资机构期指持仓分化，IC 和 IH 净持仓低位改善，IM 和 IF 相对稳定。

图 7：摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓（单位：手）



资料来源：ifind，德邦研究所

3. 下周热点：关注中美通胀情况

下周（1.8-1.12）重点关注中美物价数据、中美贸易数据和中国信贷数据。

表 4：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024/1/9	2	美国进出口数据
	2024/1/11	4	美国 CPI
	2024/1/12	5	美国 PPI
国内宏观	2024/1/10	3	中国 M2 货币供应同比(%)
	2024/1/10	3	中国社会融资规模(人民币十亿元)
	2024/1/10	3	中国新增人民币贷款(人民币)
	2024/1/12	5	中国 CPI&PPI
产业行业	2024/1/12	5	中国进出口数据
	2024/1/9	2	2024 美国消费电子展

资料来源：ifind，德邦研究所

4. 风险提示

美国就业超预期改善；中美关系改善不及预期；美联储降息不及预期

信息披露

分析师与研究助理简介

李浩，德邦证券产业经济首席分析师，曾就职武钢股份、国海证券、上海证券，十年央企工作经验、三年黑色周期行业研究经验、三年策略研究经验。在央企十年的工作历程中，曾从事技术、营销、投资、国际公共关系及法务与金融投资的相关环节工作，造就了注重胜率为导向的研究特色。2022年11月加入德邦证券研究所。

张威震，德邦证券产业经济研究助理，清华大学核工程与核技术学士，中国原子能科学研究院核能科学与工程硕士。曾担任科研单位研发职务、四大战略咨询顾问、消费电子上市公司战略研究总监，3年行业与产业研究经验。2022年10月加入德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现 为比较标准，报告发布日后6个月 内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基 准；香港市场以恒生指数为基准；美 国市场以标普500或纳斯达克综合指 数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。